

Zwei Jahre Eurokrise – Bestandsaufnahme und Perspektiven.

Dr. Kenan Šehović

Die Schriftenreihe des Ministeriums für
Wirtschaft, Arbeit und Technologie.

Zwei Jahre Eurokrise – Bestandsaufnahme und Perspektiven

Dr. Kenan Šehović

Dezember 2011

1. Nach der Ruhe der Sturm: die zweite Euro-Dekade

Europa steht am Scheideweg, wie es Jürgen Habermas unlängst auf den Punkt brachte. Während Europhile eine Lösung der innergemeinschaftlichen Spannungen durch stärkere wirtschaftspolitische Integration fordern, sehen Skeptiker den Feldversuch Euro als gescheitert an. Dabei ist eines klar: Dass die Währungsunion eine weiterführende politische Union notwendig machen würde, damit hatten auch schon die Gründerväter des Euro fest gerechnet.

Höchste Zeit, innezuhalten für eine Bestandsaufnahme. Demnach ist die Geschichte der Währungsunion in erster Linie eine Erfolgsstory. Die Inflationsrate etwa, ein Aspekt, der Deutschland traditionell am Herzen liegt, betrug im Euroraum seit Start der Währungsunion im Durchschnitt 2,0 Prozent jährlich. Die s entspricht den Zielvorgaben der Europäischen Zentralbank mit einer Treffgenauigkeit, die auch D-Mark- und Bundesbank-Nostalgiker zufrieden stellen sollte. Studien unter anderem des Sachverständigenrats zeigen ferner, dass die monetäre Integration zu einer Ausweitung des Handels unter ihren Mitgliedern in Höhe von knapp 20 Prozent geführt hat – ein Effekt, von dem insbesondere Deutschland profitieren konnte.

Vorzüge der Währungsunion

Umgekehrt lässt sich fragen: Stünde Deutschland besser da, wenn wir den Euro verließen? Dann würde Deutschland noch stärker als sicherer Hafen wahrgenommen. Deutsche Finanztitel wären mehr noch als aktuell einem regelrechten Ansturm ausgesetzt – eine gesteigerte Attraktivität mit Folgen: Die neue D-Mark würde schlagartig an Außenwert gewinnen. Ein Blick auf die jüngsten Erfahrungen der Schweiz offenbart die beachtliche Größenordnung des Außenwertungspotenzials. So stieg der Kurs des Franken, der ebenfalls als Fluchtwährung gilt, in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres handelsgewichtet um 20 Prozent. Eine vergleichbare Entwicklung hätte auch für Deutschland unangenehme Konsequenzen. So verlöre die hiesige Volkswirtschaft in großem Maßstab an internationaler Wettbewerbsfähigkeit. Die Exporttätigkeit, deren Volumen sich im 3. Quartal des laufenden Jahres auf 49,6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts belief und somit eine zentrale Säule der deutschen Wirtschaft darstellt, ginge erheblich zurück. Darunter würden Produktion und Beschäftigung massiv leiden.

Und schließlich sind die historischen und politischen Vorteile, die wir in Europa genießen, in Euro kaum zu beziffern. Die Europäische Union steht für zweierlei: die dauerhafte Befriedung Europas nach dem 2. Weltkrieg und zunehmend die Vertretung der Anliegen der Bürger Europas auf einer Weltbühne, auf der neben den USA in immer stärkerem Maße Länder wie China und Indien tonangebend sind. Man halte sich vor Augen: Deutschlands Bruttoinlandsprodukt entsprach im Jahr 2010 einem globalen Anteil von 4,2 Prozent – kaum genug, um sich im weltwirtschaftlichen Konzert Gehör zu verschaffen. Größeren Erfolg verspricht ein Agieren im Rahmen der Europäischen Union, die immerhin 20,7 Prozent zur Weltproduktion beisteuert.

Box 1: Chronik der Krise

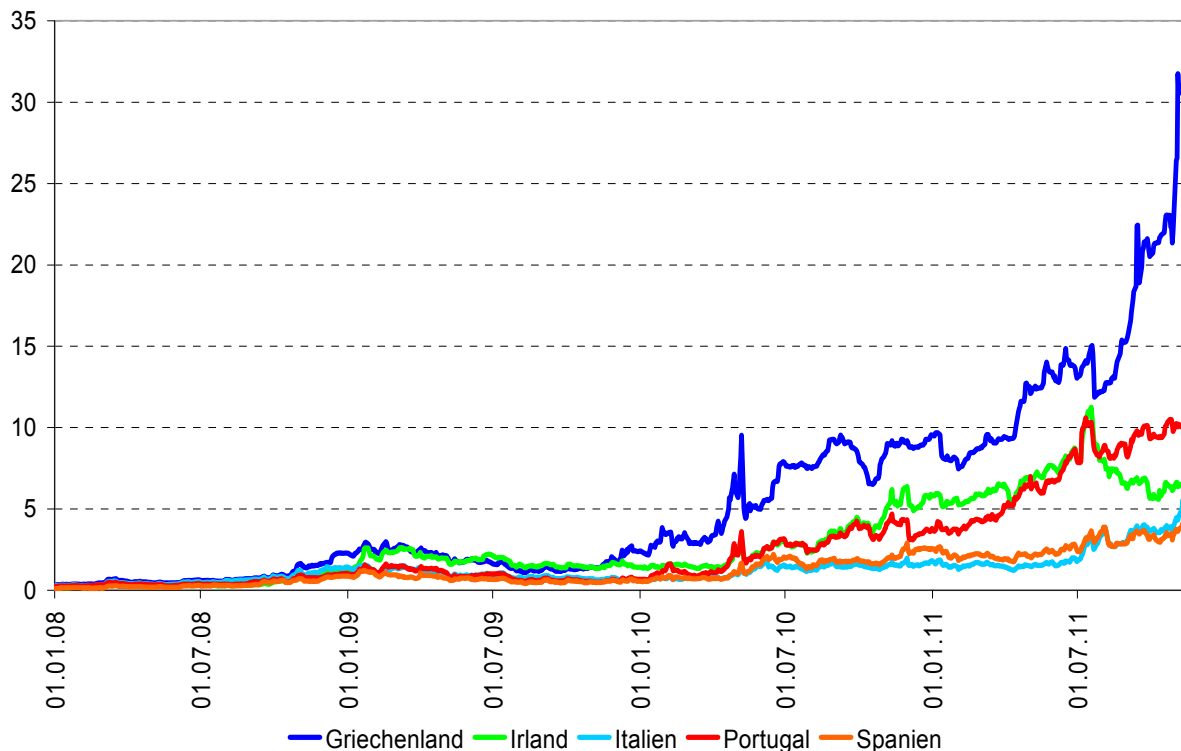
Oktober 2009:	Die neugewählte griechische Regierung korrigiert Angaben zum öffentlichen Defizit deutlich nach oben.
2. Mai 2010:	EU und IWF gewähren Notkredite an Griechenland in Höhe von 110 Mrd. Euro.
10. Mai 2010:	Die EU-Finanzminister einigen sich auf einen Rettungsschirm (ebenfalls unter Beteiligung des IWF) mit einem Volumen von 750 Mrd. Euro.
28. November 2010:	Irland erhält 67,5 Mrd. Euro an Notkrediten aus bilateralen und internationalen Programmen.
16. Dezember 2010:	Im Rahmen eines EU-Gipfels wird eine Änderung des EU-Vertragwerks mit dem Ziel eines permanenten Krisenmechanismus beschlossen.
25. März 2011:	Ergebnis eines weiteren EU-Gipfels ist ein Gesamtpaket aus permanentem Krisenmechanismus, verstärkter makroökonomischer Koordination und Strukturreformen (Euro-Pakt-Plus).
3. Mai 2011:	Portugal schließt Verhandlungen über EU- und IWF-Notkredite in Höhe von 78 Mrd. Euro ab.
Juli 2011:	Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung Italiens und Spaniens verdichten sich. Der EU-Gipfel vom 21. Juli beschließt neue Hilfen für Griechenland sowie eine allgemeine Reform der Hilfsfazilitäten.
30. September 2011:	Bundestag und Bundesrat stimmen der Reform des Rettungsschirms und insbesondere einem ausgeweiteten Garantierahmen zu.
26. Oktober 2011:	Die Staats- und Regierungschefs der EU handeln einen weitreichenden Forderungsausfall Griechenlands sowie eine Rekapitalisierung des Bankensektors und eine erneute Ausweitung des Rettungsschirms aus.
November 2011:	Rücktritt der griechischen sowie der italienischen Regierung vor Hintergrund der Krise
Weiterer Fahrplan:	
9. Dezember 2011:	EU-Gipfel zur vertieften wirtschaftlichen Integration und möglichen EU-Vertragsänderungen
30. Juni 2012:	Europäische Banken sind bis zu diesem Termin gehalten, ihre harte Eigenkapitalquote auf wenigstens 9 Prozent auszuweiten.

Scheiterte aber die Währungsunion, so würde auch der gemeinsame Binnenmarkt vor eine Zerreißprobe gestellt, und das politische Porzellan, das mit der Eurozone zerbräche, ließe sich kaum wieder zusammenfügen. Europa und der Euro sind eng miteinander verwachsen. In den Worten Jacques Rueffs: *L'Europe se fera par la monnaie - ou ne se fera pas.*

2. Aktuelle Situation in den Krisenländern

Nichts veranschaulicht die Zuspitzung der Schuldenkrise besser als ein Blick auf den Anleihemarkt. Abbildung 1 zeigt die Diskrepanz zwischen den Renditen langfristiger Staatsschuldtitel in den Krisenländern auf der einen und Deutschland auf der anderen Seite.

Abb. 1: Renditeabstände gegenüber deutschen 10-jährigen Staatsanleihen, in Prozentpunkten





Quelle: Thomson Reuters


Der Kontrast zwischen der Vorkrisenära, die mittlerweile nostalgisch als „Great Moderation“ bezeichnet wird, und den Entwicklungen seit der globalen Finanzkrise könnte größer nicht sein. Waren Renditeunterschiede zuvor praktisch nicht wahrnehmbar, ließ sie die Pleite des US-Investmenthauses Lehman im Herbst 2008 auf mehrere Prozentpunkte ansteigen. Aus heutiger Sicht jedoch erscheinen auch die damaligen Werte noch gering. So nahmen die Renditeabstände seit 2010 weiter rasant zu und stehen Anfang Dezember 2011 bei 27,7 Prozent für griechische, 7,0 Prozent für irische, 3,8 Prozent für italienische, 11,3 Prozent für portugiesische und 2,9 Prozent für spanische Titel. Diese Zahlen suchen nicht nur im Zeitraum seit Schaffung der Europäischen Währungsunion ihresgleichen.

Die beobachteten Markttrenditen sind nur da durch zu erklären, dass Finanzmarktteilnehmer mit weitreichenden Kreditausfällen im Zuge von Staatsbankrotten rechnen. Zu beachten ist allerdings, dass zwischen Marktbewertungen und fiskalischen Fun-


damentaldaten eine wechselseitige Abhängigkeit besteht. Nicht nur steigen Renditen infolge höherer Defizite und Schuldenstände, sie selbst tragen vielmehr im Gegenzug dazu bei, dass der Schuldendienst steigt und die Staatsverschuldung an Tragfähigkeit verliert. Eine Differenzierung zwischen diesen beiden Aspekten – fundamental gerechtfertigte bzw. sich selbst rechtfertigende Risikoaufschläge – ist unabdingbar, um zwischen bloßer Illiquidität auf der einen sowie Insolvenz auf der anderen Seite zu unterscheiden. Deswegen lohnt es sich, die makroökonomischen Rahmenbedingungen in den Krisenländern anhand der jüngsten Prognosen der EU-Kommission näher zu beleuchten:


 **Griechenland** weist die mit Abstand ungünstigste Ausgangslage unter den Krisenländern auf. Das spiegelt sich in den aktuellen Zahlen für das öffentliche Budgetdefizit bzw. die öffentliche Bruttoverschuldung wider, die im laufenden Jahr voraussichtlich 8,9 bzw. 162,8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erreichen werden. Diese Momentaufnahme ist umso dramatischer, als die realwirtschaftliche Entwicklung keinen Spielraum für eine konjunkturgetriebene Entschuldung bietet. So wird die griechische Volkswirtschaft 2011 um 5,5 Prozent sowie 2012 noch einmal um 2,8 Prozent schrumpfen. Die Arbeitslosenquote wird bereits im laufenden Jahr 16,6 Prozent erreichen und sich 2012 auf 18,4 Prozent erhöhen. Außenwirtschaftliche Wachstumsimpulse sind ebenso wenig zu erkennen. Stattdessen wird für 2011 ein Leistungsbilanzsaldo von -9,9 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erwartet, der auch im Folgejahr nur leicht zurückgehen dürfte. Insgesamt ist davon auszugehen, dass sich das griechische Schuldenproblem auch 2012 weiter verschärfen wird. Prognostiziert werden ein Budgetdefizit von 7,0 sowie ein Schuldenstand von 198,3 Prozent – wenn es nicht zum geplanten Schuldenschnitt kommt.

 **Irland** hat im Vergleich zu Griechenland bessere Aussichten auf eine wirtschaftliche Stabilisierung. Zwar fällt auch hier die Staatsverschuldung 2011 mit 108,1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts hoch aus. Ein guter Teil des Schuldenstands ist jedoch Resultat des Budgetdefizits im Jahr 2010, dessen enormes Ausmaß von 32,4 Prozent auf eine umfassende Stützung des irischen Finanzsektors zurückgeht. Diese gigantischen Transferzahlungen der öffentlichen Hand an die Finanzbranche als bloße Einmaleffekte abzutun, wäre sicherlich gewagt, denn in den Bankbilanzen schlummern noch erhebliche Risiken. Trotzdem: Irlands realwirtschaftliche Dynamik zeigt nach oben und lässt auf ein Wachstum von 1,1 Prozent im laufenden sowie im kommenden Jahr hoffen, wenn auch bei hohen Arbeitslosenquoten von gut 14 Prozent. Darüber hinaus ist es Irland gelungen, internationale Wettbewerbsfähigkeit zurückzugewinnen. Die irische Leistungsbilanz wird sowohl 2011 als auch 2012 leichte Überschüsse einfahren, und die Lohnstückkosten sind in den letzten Jahren deutlich gesunken – ganz im Gegensatz zur Entwicklung in Griechenland.

 **Italiens** Staatsverschuldung erscheint aufgrund seiner langfristigen Laufzeitstruktur stabiler als ihre Pendanten in den übrigen Krisenländern – dies allerdings auf hohem Niveau. 2011 wie 2012 wird sie voraussichtlich bei 120,5 Prozent liegen, und die Budgetdefizite werden sich auf 4 Prozent im Jahr 2011 bzw. 2,3 Prozent im Jahr 2012 belaufen. Auch wenn seine Fundamentaldaten keine abrupte Verschlechterung aufweisen, wird Italien ihre Neubewertung durch Finanzmarktteilnehmer zur Kenntnis und zum Anlass nehmen müssen, den Schuldenstand zu senken. Fraglich ist, wie stark der konjunkturelle Rückenwind ausfallen wird: Für das laufende Jahr wird das italienische Wirt-

schaftswachstum mit 0,5, für 2012 dann mit 0,1 Prozent veranschlagt. Darüber hinaus bedarf es einer signifikanten Steigerung der außenwirtschaftlichen Konkurrenzfähigkeit, da das italienische Leistungsbilanzdefizit dieses Jahr bei 3,5 sowie 2012 bei 3,3 Prozent liegen wird.

 **Portugal** scheint derzeit eher dem Beispiel Griechenlands zu folgen, als seine Verschuldung in den Griff zu bekommen. So wird die öffentliche Bruttoverschuldung 2011 und 2012 die jährliche Wirtschaftsleistung deutlich übersteigen. Der portugiesische Leistungsbilanzsaldo seinerseits zeugt mit -7,5 Prozent im laufenden und -5,2 Prozent im kommenden Jahr von einem ausgeprägten Mangel an internationaler Wettbewerbsfähigkeit. Das Szenario eines geräuschlosen Herauswachsens aus der Schuldenlast erscheint dabei auch für Portugal angesichts prognostizierter Produktionsrückgänge in Höhe von 1,9 bzw. 3,0 Prozent wenig realistisch.

 **Spanien** schließlich verbindet eine günstige fiskalische Startposition mit großen strukturellen Herausforderungen. Die Staatsverschuldung ist hier mit 69,6 Prozent so niedrig wie in keinem anderen Krisenland - mehr noch, sie bleibt aktuell selbst hinter dem EU-Durchschnitt und dem Schuldenstand Deutschlands zurück. Die Frage ist, ob Spanien seinen Finanzsektor ohne größere fiskalische Kollateralschäden stabilisieren und seine Volkswirtschaft von einem auf Pump finanzierten Bauboom entwöhnen kann. Nicht zuletzt die Erfahrungen Ostdeutschlands zeigen, wie langwierig sich Letzteres gestalten kann. Doch die Zeit drängt: Die spanische Arbeitslosenquote liegt jenseits der 20-Prozentmarke, und bereits jetzt wird angesichts einer noch höheren Jugendarbeitslosigkeit von einer verlorenen Generation gesprochen.

Tab 1: Makroökonomische Prognosen für die Krisenländer der Währungsunion

	Wirtschaftswachstum ¹⁾		Arbeitslosenquote ²⁾		öffentl. Budgetsaldo ³⁾		öffentl. Bruttoverschuldung ³⁾		Leistungsbilanzsaldo ³⁾	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Griechenland	-5,5	-2,8	16,6	18,4	-8,9	-7,0	162,8	198,3	-9,9	-7,9
Irland	1,1	1,1	14,4	14,3	-10,3	-8,6	108,1	117,5	0,7	1,5
Italien	0,5	0,1	8,1	8,2	-4,0	-2,3	120,5	120,5	-3,5	-3,3
Portugal	-1,9	-3,0	12,6	13,6	-5,8	-4,5	101,6	111,0	-7,5	-5,2
Spanien	0,7	0,7	20,9	20,9	-6,6	-5,9	69,6	73,8	-4,1	-4,1
zum Vergleich:										
Deutschland	2,9	0,8	6,1	5,9	-1,3	-1,0	81,7	81,2	5,1	4,4
Euroraum	1,5	0,5	10,0	10,1	-4,1	-3,4	88,0	90,4	-0,1	0,0
EU	1,6	0,6	9,7	9,8	-4,7	-3,9	82,5	84,9	-0,3	0,0
1) reales, prozentuales Wachstum des Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr 2) in Prozent aller Erwerbstätigen 3) in Prozent des Bruttoinlandsprodukts Quelle: Europäische Kommission, European Economic Forecast, Autumn 2011										

Zwischen Illiquidität und Insolvenz

Die Kunst besteht darin, auf Grundlage von Fundamentaldaten zu entscheiden, ob ein Krisenland lediglich kurzfristig illiquide oder aber langfristig insolvent ist. Je nach Bewertung ergeben sich dabei völlig unterschiedliche Politikempfehlungen. Im ersten Fall muss unbedingt verhindert werden, dass Illiquidität im Zuge eines marktinduziert steigenden Zinsdienstes in Insolvenz übergeht. Dies trifft auf Italien und Spanien, die Schwergewichte unter den Krisenländern zu. Milliarden schwere Liquiditätsfazilitäten wie der European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) der EU und die European Financial Stability Facility (EFSF) des Euroraums haben aktuell die Aufgabe, insbesondere diese beiden Volkswirtschaften zahlungsfähig zu halten. Unterstützt werden sie dabei vom Securities Markets Programme (SMP), in dessen Rahmen die Europäische Zentralbank Staatsschuldtitel erwirbt. Spätestens bis Mitte 2013 soll ferner ein permanenter European Stability Mechanism (ESM) zur Bewältigung künftiger Liquiditätsengpässe eingerichtet werden. Hilfen sind grundsätzlich gekoppelt an maßgeschneiderte Konsolidierungsaufgaben und werden durch die Umsetzung eines deutlich aufgewerteten makropolitischen EU-Regelwerks flankiert, das fiskalische und außenwirtschaftliche Nachhaltigkeit über die kurze Frist hinaus gewährleisten soll.

Wo hingegen bereits jetzt Insolvenz vorliegt, sind außerordentliche Maßnahmen zur Reduktion der Staatsverschuldung unumgänglich. Dennoch schreckten die europäischen Entscheidungsträger lange Zeit vor dem Szenario eines Schuldenschnitts zurück. Zwar wurde im Rahmen des EU-Gipfels vom 21. Juli 2011 mit Blick auf Griechenland ein impliziter Forderungserlass in Höhe von 21 Prozent ins Auge gefasst. Dies erscheint jedoch angesichts des Volumens und des Marktwerts der griechischen Staatsverschuldung unzureichend. Der Grund für dieses Zögern lag in der Befürchtung, dass insbesondere eine Gruppe von Gläubigern von Forderungsausfällen hart getroffen würde: der Bankensektor. Erst am aktuellen Rand wurden Schritte eingeleitet, die die exzessive Staatsverschuldung sowie die Probleme im Bankensektor gemeinsam angehen (siehe hierzu Abschnitt 4).

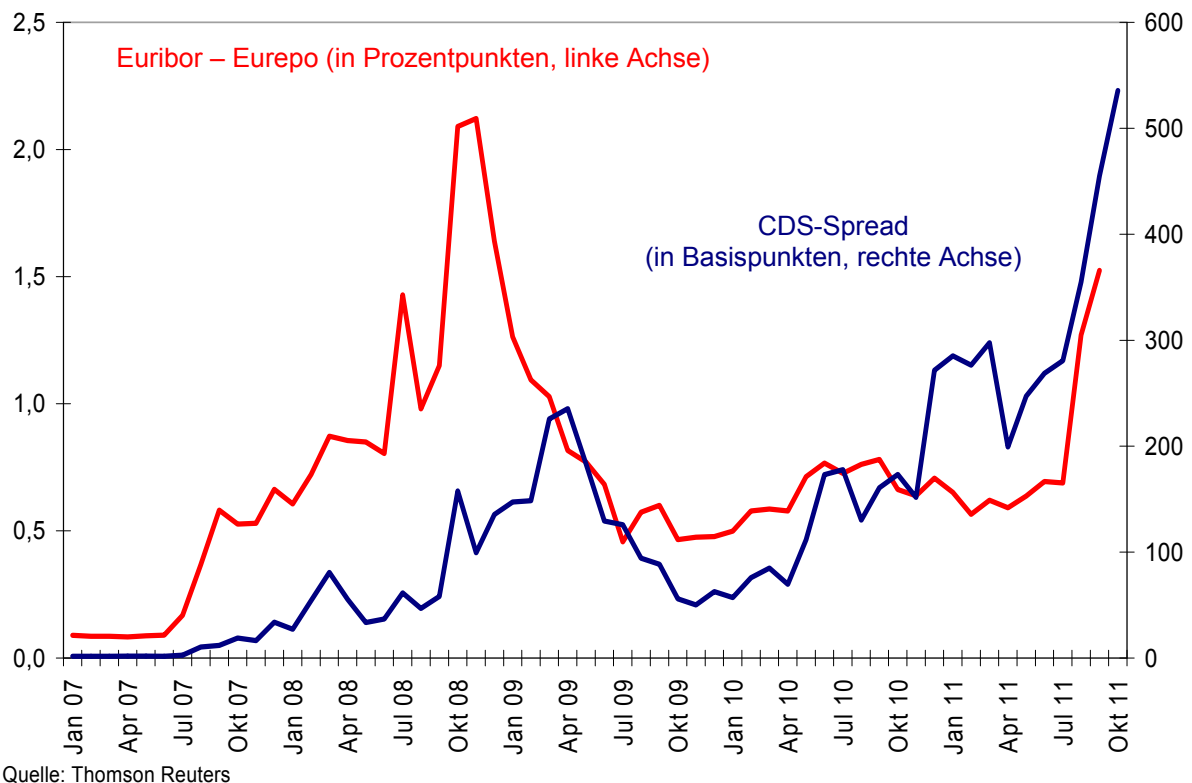
3. Banken und Staat: die Zwillingskrise

Zum Jahresende 2011 stellt sich der europäische Bankensektor äußerst fragil dar. Prekär ist einerseits ihre Liquiditätslage, da die Mittelaufnahme am Interbankenmarkt stark eingeschränkt ist. Dass die Geldhäuser einander misstrauen, ist an der Zinsdifferenz zwischen unbesicherten Transaktionen (etwa dem Euribor-Geldmarktsatz mit zwölfmonatiger Laufzeit) und besicherten Pendants (etwa dem Euro-Geldmarktsatz mit identischer Fristigkeit) abzulesen, die in Abbildung 2 dargestellt ist. Vergleichbare Werte wurden zuletzt während des Höhepunkts der globalen Finanzkrise im Herbst 2008 verzeichnet. Auch die Einlagefazilität der Europäischen Zentralbank, bei der Geschäftsbanken Liquidität zu geringer Verzinsung, dafür jedoch risikofrei hinterlegen können, die sie nicht an andere Marktteilnehmer verleihen oder zur Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte einsetzen wollen, wird in diesen Tagen wieder intensiv genutzt. Ihr Volumen liegt Anfang Dezember 2011 bei 333 Mrd. Euro, normal sind Bruchteile dieses Betrags.

Der mangelnde Liquiditätszugang von Geschäftsbanken erklärt sich durch die Einschätzung, dass Kreditinstitute mit Engagement in den Krisenländern des Euroraums im Zuge von Forderungserlassen einen Teil ihrer Portfolios werden abschreiben müssen und ihre Eigenkapitalausstattung nicht ausreicht, um diese Abschreibungen

abzufedern. Der europäische Bankensektor hat somit nicht nur ein Liquiditätsproblem. Es bestehen vielmehr gleichzeitig Zweifel an der Solvenz von Banken, die sich in den gestiegenen Kosten widerspiegeln, welche mit der Absicherung gegen Zahlungsausfälle von Bankentiteln verbunden sind. So zeigt Abbildung 2 ebenfalls, dass die Spreads von Credit-Default-Swaps, die für Absicherungsgeschäfte mit einer Laufzeit von einem Jahr verwendet werden, mittlerweile doppelt so hoch sind wie im Zuge der globalen Finanzkrise. Wer im Oktober 2011 Schuldtitel europäischer Banken im Wert von 100 Mio. Euro versichern wollte, musste dafür mehr als 5 Mio. Euro bezahlen.

Abb. 2: Liquiditäts- und Solvenzlage europäischer Banken



Finanzkrise führt zu massiven Haushaltsbelastungen

Als im Zuge der Verwerfungen der globalen Finanzkrise zuvor robust erscheinende Finanzakteure binnen kurzer Frist am Rande des Ruins standen, war auf einmal der Staat gefragt. Nach vielen äußerst profitablen Jahren für die Finanzwirtschaft, in denen die Gewinne privat vereinnahmt wurden, mussten nun die gigantischen Verluste und Risikopositionen durch den Steuerzahler aufgefangen werden, um noch schlimmeren Schaden von der gesamten Volkswirtschaft abzuwenden. Die Rettung der Finanzbranche: Die Krisensituation sei mit schwarzen Schwänen zu vergleichen. Mit deren Erscheinen konnte man statistisch nicht rechnen, wenn man zuvor im Leben immer nur weißen Schwänen begegnete war.

Tabelle 2 verdeutlicht das Ausmaß der fiskalischen Auswirkungen im Zuge von Maßnahmen zugunsten des Finanzsektors. Insgesamt beläuft sich die öffentliche Haushaltsbelastung in den dargestellten Volkswirtschaften aktuell auf rund 1,3 Billionen US-Dollar oder 4,9 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Deutschlands Rechnung liegt dabei mit 10,2 Prozent seiner Wirtschaftsleistung mehr als doppelt so hoch und re-

sultiert in erster Linie aus dem Transfer von Positionen der Hypo Real Estate zur öffentlichen „Bad Bank“ FMS Wertmanagement.

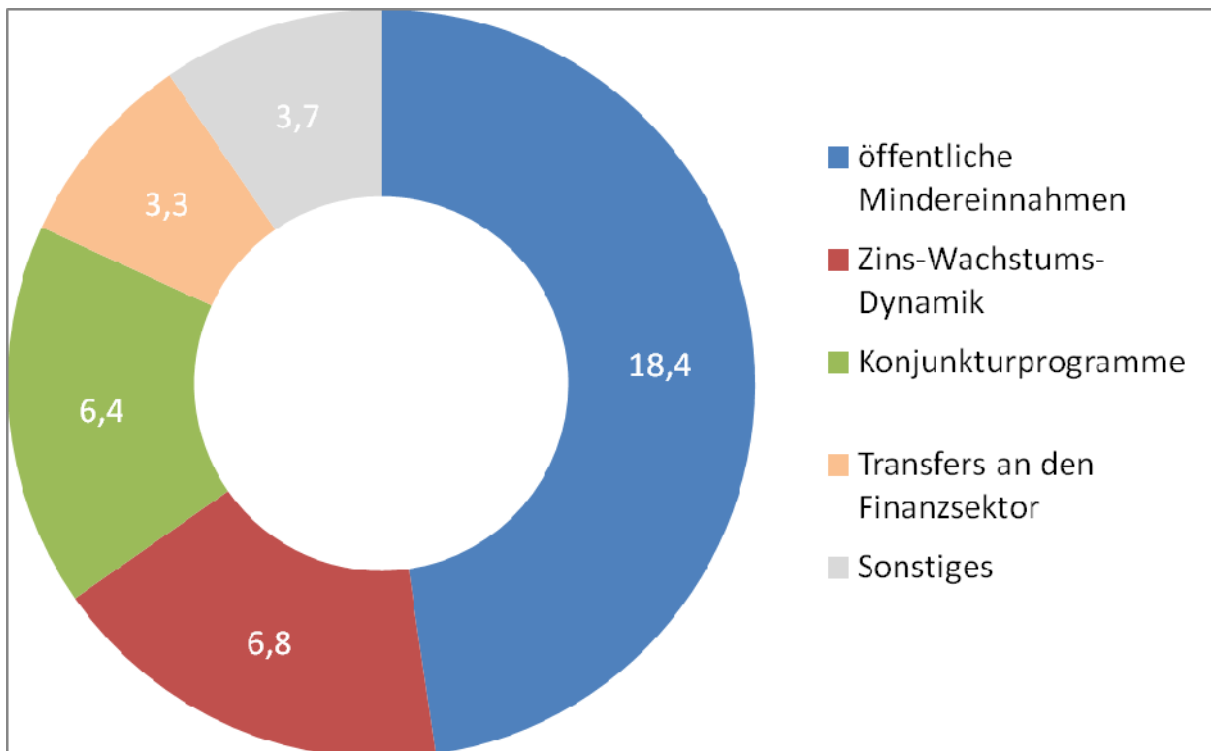
Tab. 2: Belastung öffentlicher Haushalte durch Stützmaßnahmen für den Finanzsektor, in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

	Gesamtsumme öffentlicher Hilfen	davon bisher zurückerstattet	verbleibende Belastung öffentlicher Haushalte
Belgien	5,7	0,3	5,4
Deutschland	13,2	3,0 *	10,2 *
Griechenland	5,8	0,4	5,4
Irland	40,6	2,6	38,0
Niederlande	14,0	8,8	5,1
Spanien	3,0	0,9	2,1
USA	5,1	2,0	3,1
Vereinigtes Königreich	6,7	1,1	5,7
Durchschnitt	6,8	1,8	4,9
in Mrd. US-Dollar	1.722	452	1.270
* Bereinigt um korrigierte Wertstellung der FMS Wertmanagement in Höhe von rund 55,5 Mrd. Euro. Quelle: Internationaler Währungsfonds, Fiscal Monitor September 2011, eigene Berechnungen			

Analysen des Internationalen Währungsfonds gehen davon aus, dass die globale Finanzkrise bis 2015 einen Anstieg der Staatsverschuldung in den G20-Ländern um 38,6 Prozent gemessen am Bruttoinlandsprodukt zur Folge haben wird (siehe Abbildung 3). Stärker noch als die direkte Stützung des Finanzsektors fallen dabei steuerliche Mindereinnahmen aufgrund der Dämpfung der wirtschaftlichen Aktivität ins Gewicht. Insgesamt ist somit ein großer Teil der derzeitigen Staatsschuldenmisere im Euroraum auf Finanzmarktverwerfungen zurückzuführen.

Spätestens seit Sommer 2011 sind die schwarzen Schwäne und mit ihnen die Aussicht auf weitere substanzielle Kosten erneut unübersehbar. Die Frage drängt sich auf: Wie können systemisch relevante Banken bereits heute wieder Finanz- und Realwirtschaft in Atem halten? Die ehrliche Antwort mit Blick auf Europa lautet, dass die schwarzen Schwäne nie fortgeflogen sind, die Probleme im europäischen Bankensektor nie konsequent angegangen wurden. Im Gegensatz zu den USA etwa ist kaum ein größeres europäisches Bankhaus in den letzten Jahren zerschlagen worden. Ebenso wenig hat der Bankensektor hinreichende Eigenkapitalpolster aufgebaut. Zwar sieht das Basel-III-Regelwerk sowohl eine qualitative als auch eine quantitative Verschärfung von Eigenkapitalbestimmungen vor. Letztere treten jedoch erst 2019 voll in Kraft. Ferner beschränkt sich das regulatorische Minimum für die harte Eigenkapitalquote auf 4,5 Prozent der risikogewichteten Bilanzsumme. Hinzu kommt ein weiterer Puffer in Höhe von 2,5 Prozent, der jedoch bei Bedarf unter Auflagen unterschritten werden kann. Die in Europa angestrebten Eigenkapitalbestimmungen blieben somit bis Oktober 2011 weit hinter dem zurück, was etwa in der Schweiz oder von britischer Seite ins Auge gefasst wird.

Abb. 3: Beiträge zur Ausweitung des öffentlichen Schuldenstands, in Prozentpunkten, G20-Länder, 2008-2015



Das Vereinigte Königreich geht im sogenannten Vickers-Report einen Schritt weiter und erwägt die strikte Aufspaltung von Finanzhäusern. Diesen Schritt fordert hierzu-land auch der ehemalige Bundesfinanzminister Peer Steinbrück. Unterschieden werden soll dabei zwischen Bankeneinheiten, die grundlegende Funktionen wie Zahlungsverkehr, Kontoführung und Kreditvergabe wahrnehmen, sowie Einheiten, die dem Handel mit Finanztiteln dienen. Erstere sollen strengen regulativen Auflagen unterliegen und dafür durch Steuergelder abgesichert sein. Dieses Privileg könnte dem gesonderten Investmentbereich künftig verweigert werden, da Wechselbeziehungen zu volkswirtschaftlich essenziellen Sparten beseitigt wären.

Regulierungsbedarf unvermindert

Selbst die Regulierungsbehörden nahmen den Rekapitalisierungsbedarf nur mit Verzögerung zur Kenntnis. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang die jüngste Auseinandersetzung zwischen dem Internationalen Währungsfonds und der European Banking Authority. Letztere hatte in der ersten Jahreshälfte 2011 einen sogenannten Stress-Test im Bankensektor durchgeführt und dabei einen europaweiten Rekapitalisierungsbedarf von 2,5 Mrd. Euro ermittelt. Lediglich acht Institute scheiterten dabei am Mindeststandard von 5 Prozent an hartem Eigenkapital. Doch nicht zuletzt der Fall der Dexia-Bank, der noch im Juli 2011 eine harte Eigenkapitalquote von über 10 Prozent bescheinigt wurde, die dann aber nur drei Monate später grundlegend restrukturiert werden musste, ließ Zweifel aufkommen. Der Hauptkritikpunkt des Internationalen Währungsfonds bestand in der Nichtberücksichtigung eines möglichen Zahlungsausfalls Griechenlands, der mit Abschreibungen in Höhe von etwa 200 Mrd. Euro verbunden sei und sich nur unvollständig in den Wertstellungen der Finanzinstitute widerspiegele. Eben jenem Szenario eines Zahlungsausfalls wurde von europäischer Seite erst im Oktober 2011 Rechnung getragen.

4. Durchbruch? Die Euro-Gipfel vom 26. Oktober und 9. Dezember

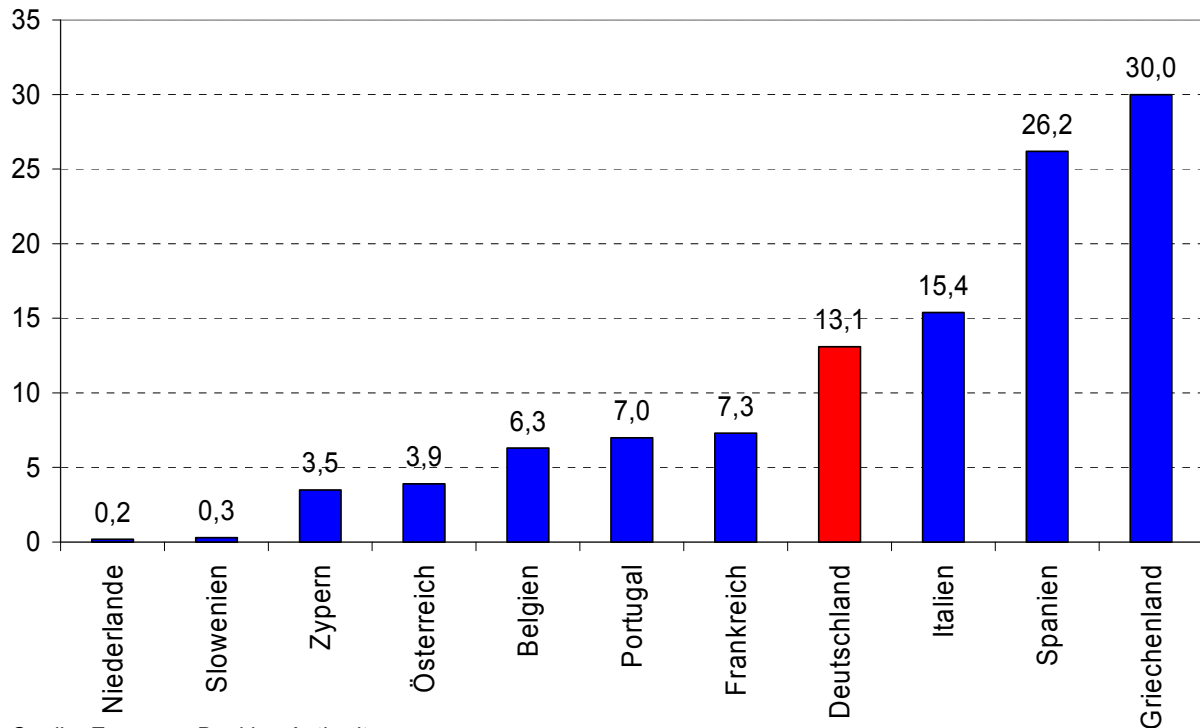
Im Sommer 2011 eskalierte die Krise erneut. Erstens wurde klar, dass eine Insolvenz Griechenlands nur noch um den Preis zu vermeiden gewesen wäre, den Großteil der griechischen Staatsschuld beim europäischen Steuerzahler zu parken. Und zweitens hatte das Misstrauen der Finanzmärkte inzwischen Italien erfasst, dessen finanzielles und wirtschaftliches Gewicht ungleich höher ist als das der bisherigen Krisenländer. Um auf diese drohenden Ansteckungseffekte zu reagieren, entfaltete sich eine hektische Gipfelaktivität, die zu den Beschlüssen des Euro-Gipfels vom 26. Oktober führte:

- **Schuldenschnitt für Griechenland:** Angestrebt wird eine Rückführung des Schuldenstands auf 120 Prozent des Bruttoinlandsprodukts bis zum Jahr 2020 im Zuge eines Forderungserlasses. Beiträge zu diesem Forderungserlass sollen auf der einen Seite private Banken und Versicherungen leisten, indem sie Wertabschläge in Höhe von 50 Prozent des Nennwerts der ausstehenden Staatsschuldtitel hinnehmen. Dabei handelt es sich um eine freiwillige Vereinbarung, sodass Credit-Default-Swaps, die als Absicherungsinstrumente gegenüber einem Zahlungsausfall Griechenlands konzipiert sind, nicht aktiviert werden. Dadurch sollen die Gefahr von Ansteckungseffekten im Kreis der Emittenten von Credit-Default-Swaps ausgeräumt und weitere Ansteckungseffekte, die sich durch ein Default Rating für griechische Staatsanleihen ergeben könnten, vermieden werden. Der öffentliche Sektor seinerseits, also die EU unter Beteiligung des Internationalen Währungsfonds, steuert 100 Mrd. Euro zur Umschuldung bei. Hinzu kommen weitere 30 Mrd. Euro an Garantien der Euro-Mitgliedsländer, die für die im Rahmen der Umschuldung neu zu vergebenden griechischen Staatsschuldtiteln eingesetzt werden sollen.
- **Rekapitalisierung des Bankensektors:** Europäische Banken sind gehalten, bis zum 30. Juni 2012 ihre harte Eigenkapitalquote auf wenigstens 9 Prozent zu steigern. Die European Banking Authority geht mittlerweile von einem europaweiten Rekapitalisierungsbedarf in Höhe von 114,7 Mrd. Euro aus, wovon rund 13,1 Mrd. auf deutsche Institute entfallen (siehe Abbildung 4). Teile der zuvor geschilderten Hilfen für Griechenland sollen der Rekapitalisierung dortiger Banken dienen. Weitere Mittel für den europäischen Bankensektor insgesamt werden gemäß der Beschlüsse, die bereits im Rahmen des EU-Gipfels vom 21. Juli 2011 gefasst wurden, durch die EFSF bereit gestellt, sofern sich private oder nationalstaatliche Rekapitalisierungsmöglichkeiten als unzureichend erweisen.
- **Ausweitung der EFSF:** Das derzeit noch abrufbare Volumen des Rettungsfonds in Höhe von etwa 250 Mrd. Euro soll auf eine Größenordnung von rund 1 Bio. Euro angehoben werden. Der bisherige Garantierahmen der Mitgliedsländer (Deutschland: 211 Mrd. Euro) soll jedoch unverändert bleiben.

Hinsichtlich ihrer Kernbausteine stellen diese Beschlüsse einen großen Fortschritt dar. Nach 1½ Jahren konzeptionslosen und wenig vorausschauenden Durchlaviereins ist die Marschroute zur Rettung des Euros nun klarer geworden. Auch wird der Zusammenhang zwischen Staatsschuldenkrise und Finanzkrise explizit gemacht und direkt angegangen. Gleichzeitig ist aber auch klar: Diese Marschroute dürfte mit den vorhandenen Instrumenten und deren Finanzausstattung nicht gangbar sein. Außer-

dem bleiben viele Details ungeklärt. Und schließlich ist das gigantische Problem, wie Länder wie Griechenland im Rahmen der Währungsunion hinreichend rasch an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen können, damit es wirtschaftlich wieder aufwärts geht, nach wie vor ungelöst.

Abb. 4: Rekapitalisierungsbedarf von Banken, nach Ländern, in Mrd. Euro



Quelle: European Banking Authority

Der Nobelpreisträger Paul Krugman spricht in diesem Zusammenhang vom Euro-Venn-Diagramm. Diese Anleihe aus der Mengenlehre ist so zu verstehen. Man stelle sich einerseits die Menge der ökonomisch zielführenden Maßnahmenbündel vor, um auf der Basis der Beschlüsse des 26. Oktobers den Euro zu retten und die Eurokrise in den Griff zu bekommen. Auf der anderen Seite halte man sich die Menge der (mit Unterstützung der Bundesregierung) europapolitisch derzeit tatsächlich umsetzbaren Beschlüsse vor Augen. Man stellt fest: Die Schnittmenge dieser beiden Mengen ist die leere Menge. In anderen Worten: Die Vorstellungen der Bundesregierung sind leider nach wie vor von Wunschdenken geprägt. Ein weiteres Umdenken muss erfolgen, und zwar schnell.

Enttäuschend muss vor diesem Hintergrund der Fortschritt im Kontext des jüngsten EU-Gipfels vom 9. Dezember erscheinen. Die vorgesehenen stringenteren Regeln für die öffentliche Verschuldung sind kein Rezept gegen die bereits bestehende Verschuldung im Euroraum und den sich stark eintrübenden Wachstumsausblick. Ebenso wenig zielführend sind der Verzicht auf eine generelle Beteiligung des Privatsektors an zukünftigen Umschuldungen sowie die vorläufige Absage an einen gemeinsamen europäischen Anleihemarkt.

Wie wenig Zeit verbleibt, zeigt sich daran, dass mittlerweile offen der Euroaustritt nicht nur von Peripherie- sondern auch von Kernländern wie Italien in Erwägung gezogen wird – eine Debatte, die verkennet, welche gravierenden Verwerfungen sich dadurch auch aus deutscher Sicht ergäben. Deswegen sind insbesondere die Aufstockung und Ergänzung der EFSF zur Stützung illiquider, aber solventer Mitgliedsländer mit Hochdruck voranzutreiben.

Box 2: Eurobonds – die Grundidee

Staaten haben ein vitales Interesse an einer günstigen und stabilen Finanzierung ihrer öffentlichen Haushalte. Dieses Ziel verfolgt der Vorschlag, auf europäischer Ebene gemeinsame Staatsschuldtitel – kurz Eurobonds – zu emittieren. Delpla und von Weizsäcker (2010)* schlagen dabei eine Spielart vor, die die Bruttoverschuldung der Mitgliedsländer der Währungsunion wie folgt aufteilt:

- Ein erster Teil der nationalen Staatsverschuldung – als Blue Bonds tituliert – wird von Eurobonds gesteuert. Die Höhe dieses Anteils entspricht maximal dem durch den Maastricht-Vertrag vorgegebenen Grenzwert für die Bruttoverschuldung der EWU-Mitgliedsländer von 60 Prozent des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts.
- Jegliche darüber hinausgehende Staatsverschuldung – Red Bonds genannt – muss weiterhin ausschließlich auf nationaler Basis bedient werden.

Zentrales Charakteristikum des Modells ist die unterschiedliche Verzinsung von Blue bzw. Red Bonds:

- Blue Bonds profitieren demnach von drei zinssenkenden Effekten: Sie werden vorrangig bedient („senior debt status“), gemeinsam garantiert („joint and several liability“) und begründen ein größeres Marktvolumen, das Investoren schätzen und honorieren (Liquiditätseffekt).
- Red Bonds hingegen werden höher verzinst als die bisherigen nationalen Staatsschuldtitel, da sie nachrangig bedient werden („junior debt status“), sie ein – aufgrund nun leichter umsetzbaren Staatsbankrotts – höheres Ausfallrisiko besitzen und die Märkte nationaler Schuldtitel an Liquidität einbüßen.

Eurobonds können zwar nicht als Allheilmittel für die Krise im Euroraum erhalten – das war jedoch auch nie ihr Anspruch. Ihr Erfolg hängt davon ab, ob die Vorteile einer gemeinsamen Finanzierung durch einen disziplinierenden Effekt ergänzt oder aber durch eine sich verschlechternde Haushaltspolitik konterkariert werden. Konsolidierungsanreize schaffen soll die Vergabe von Emissionsrechten durch ein unabhängiges Kontrollgremium in Abhängigkeit der fiskalischen Solidität. Auch wenn eine darüber hinausgehende finanzpolitische Koordinierung unabdingbar erscheint, verhindern Eurobonds die Notwendigkeit einer radikalen Zentralisierung in dem Maße, in dem sie Staatsbankrotte – wo unausweichlich – ökonomisch realisierbar machen. Die Aussicht hierauf besteht einerseits, da Investoren die Ausfallmöglichkeit von Red Bonds vorab zur Kenntnis nehmen. Darüber hinaus ist der Investorenkreis unter Ausschluss des Bankensektors zu gestalten, um letzteren von Staatsbankrotten abzusichern.

* Jacques Delpla und Jakob von Weizsäcker: *The Blue Bond Proposal*, Bruegel Policy Brief 2010/03; Download unter: www.bruegel.org

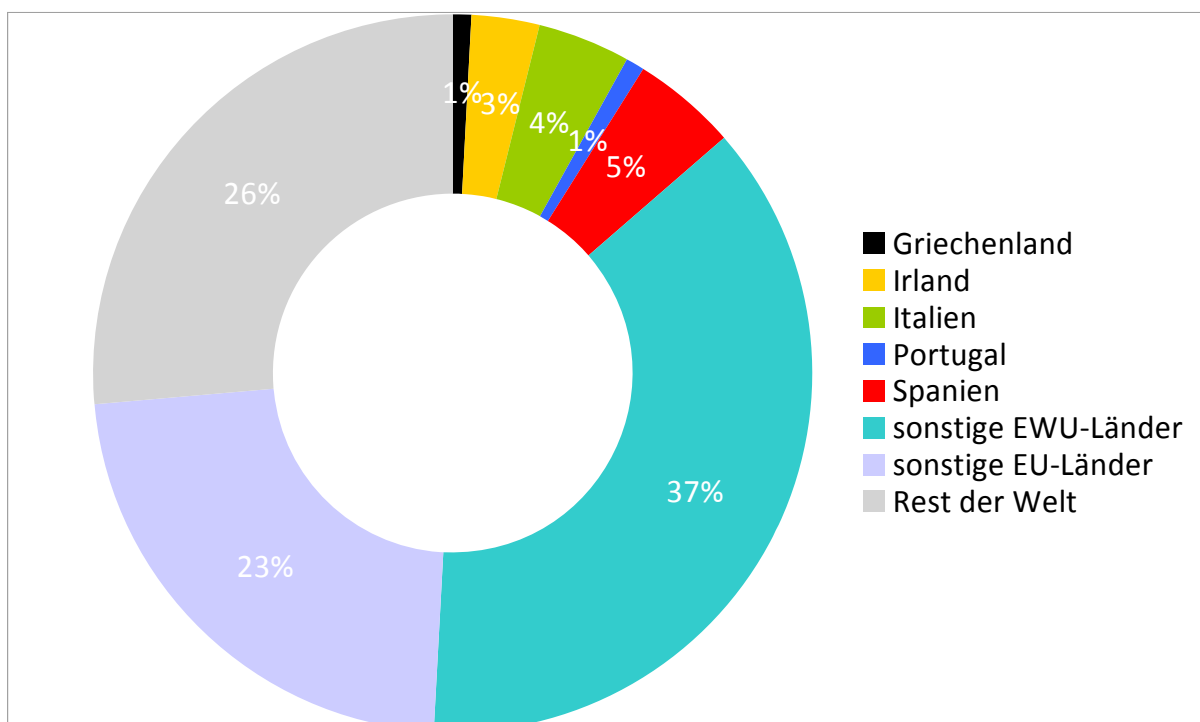
5. Deutschland: Financier der Krise

Ohne Zweifel ist ein großer Teil der derzeit akuten Probleme in den Krisenländern hausgemacht. Die Höhe der öffentlichen Verschuldung Griechenlands war demnach nicht tragbar und intransparent; Irland und Spanien versäumten es, einem spekulativen Bauboom Einhalt zu gebieten; und Portugal und Italien verloren in Sachen internationale Wettbewerbsfähigkeit zunehmend Anschluss.

Unter dem Strich haben die Krisenländer über viele Jahre hinweg über ihre Verhältnisse gelebt. In dem Maße, in dem die heimische Produktion hinter der Investitions- und Konsumnachfrage zurückblieb, wurden aus dem Rest der Welt Waren und Dienstleistungen importiert. Da die Exporte weitaus geringer als die Importe ausfielen, waren hohe und persistente Leistungsbilanzdefizite die Folge. Ausgaben aber, die nicht durch eigene Mittel gedeckt sind, müssen fremd finanziert werden. In der Terminologie der Zahlungsbilanz gesprochen: Jedem Leistungsbilanzdefizit muss definitionsgemäß ein Nettokapitalimport gegenüberstehen.

Das ist jedoch lediglich eine Seite der Medaille. Denn spiegelbildlich gilt, dass Deutschland im letzten Jahrzehnt signifikante Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet, also unter sehr guten Verhältnissen gelebt hat. Derjenige Teil der heimischen Produktion, der nicht im Inland zum Einsatz kam, wurde an das Ausland verkauft. Das hat dazu geführt, dass das deutsche Auslandsvermögen von 67 Mrd. Euro im Jahr 2000 bis auf 951,2 Mrd. Euro im Jahr 2010 gestiegen ist. Was sich zunächst erfreulich anhört, entpuppt sich auf den zweiten Blick als herbe Enttäuschung. Denn die kumulierten Leistungsbilanzsalden betrugen im selben Zeitraum ungleich höhere 1.056,3 Mrd. Euro: eine Diskrepanz von saftigen 172,1 Mrd. Euro, was einer Rendite deutscher Kredite an den Rest der Welt in Höhe von wenig lukrativen -16,3 Prozent entspricht.

Abb. 5: Deutsche Auslandsforderungen, geografische Aufgliederung, Jahresende 2010



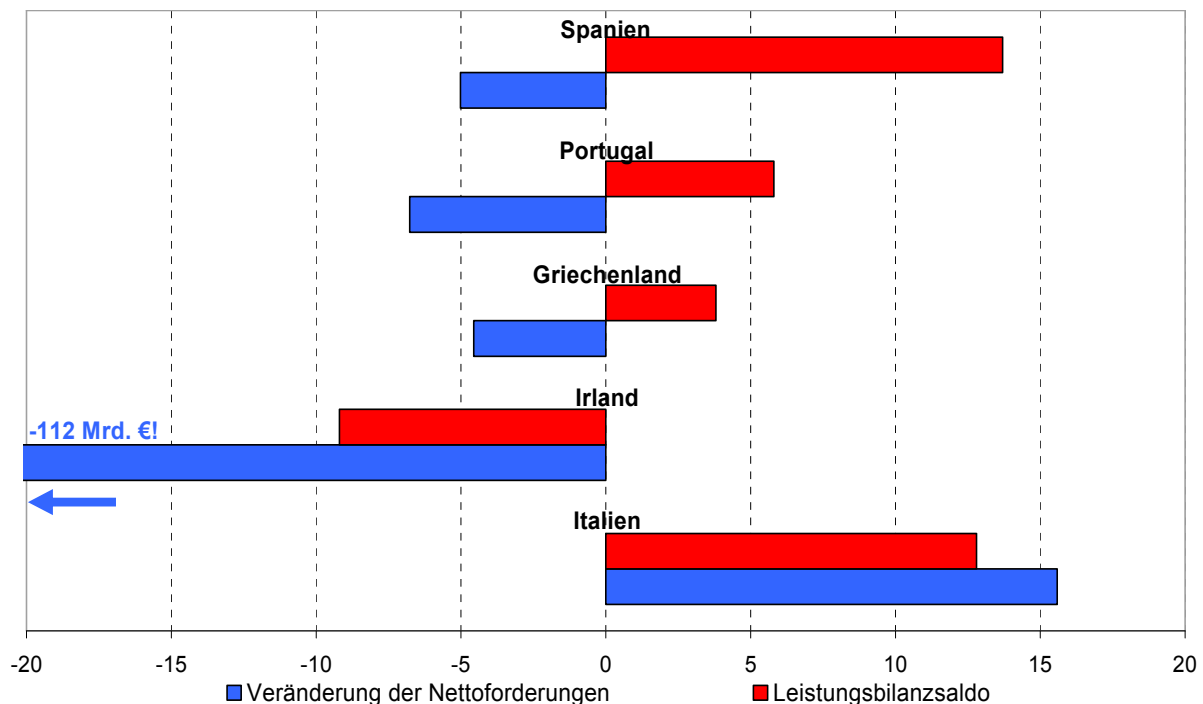
Vermögenseinbußen trotz Exporterfolgen

Was erklärt den Vermögensschwund? Einfach ausgedrückt lautet die Antwort: Nicht jede Investition im Ausland hat sich als profitabel erwiesen. Eine Spezialauswertung der Deutschen Bundesbank im Auftrag des Thüringer Ministeriums für Wirtschaft, Arbeit und Technologie gewährt Einblick in die geografische Aufteilung des deutschen Auslandsvermögens. Demnach beliefen sich die Forderungen Deutschlands gegenüber Krisenländern des Euroraums im Jahr 2010 mit 860 Mrd. Euro auf 14 Prozent des Gesamtvolumens (siehe Abbildung 5). Auch die Nettoposition vis-à-vis den Krisenländern fiel mit 337 Mrd. Euro deutlich positiv aus und stellte 35,4 Prozent des gesamten Auslandsvermögens.

Am aktuellen Rand blieb dabei allerdings der Vermögensaufbau deutlich hinter dem Wert von Waren und Dienstleistungen zurück, die Deutschland per saldo an die Krisenländer lieferte. Mehr noch: Wie Abbildung 6 zeigt, sank die bilaterale Vermögensposition typischerweise, obwohl milliarden schwere Leistungsbilanzüberschüsse vorlagen. Einzig die Vermögensposition Deutschlands gegenüber Italien, das erst 2011 in den Bann der Krise gezogen wurde, verbesserte sich. Insgesamt ist zu erwarten, dass sich die Entwicklung des deutschen Auslandsvermögens im laufenden Jahr noch zuspitzt.

Problematisch erscheinen in diesem Kontext auch Forderungen der Deutschen Bundesbank, die aus Gründen der Vertraulichkeit nicht regional aufgegliedert werden. Sie ergeben sich insbesondere im Zuge des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs, der über das Europäische System der Zentralbanken abgewickelt wird (sogenanntes TARGET-System). Deutschland hat auf diesem Weg seit 2007 Forderungen gegenüber dem Währungsraum in Höhe von mehr als 450 Mrd. Euro aufgebaut, deren Begleichung als ungewiss einzustufen ist.

Abb. 6: Leistungsbilanzsalden und Veränderung der Nettoforderungen Deutschlands gegenüber den Krisenländern, in Mrd. Euro, 2010



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

Die dargestellten Zusammenhänge unterstreichen, dass das deutsche Wachstumsmodell der jüngeren Vergangenheit gravierende Nachteile besitzt. Angesichts ihrer negativen Wertentwicklung macht es wenig Sinn, dauerhaft finanzielle Forderungen gegenüber dem Ausland zu erwerben. Weitaus mehr würde Deutschland profitieren, bezöge es als Gegenstück zu seinen Exporten Waren und Dienstleistungen aus dem Rest der Welt, mittels derer sich inländische Investitions- und Konsumausgaben steigern ließen. Gefragt ist demnach eine Importoffensive, und das setzt eine Stärkung der Binnenwirtschaft voraus.

6. Ausblick: Deutschland in Europa

Als bevölkerungsreichstes und wirtschaftsstärkstes Mitgliedsland hat Deutschland es in der Hand, Europa mit seinen Partnern so zu gestalten, dass es geeint auftritt und nach innen wie auf internationaler Ebene handlungsfähig ist. Im Kontext der aktuellen Krise im Euroraum gestaltet sich diese besondere Verantwortung wie folgt:

Binnenwirtschaft stärken

Deutschland ist aus mehreren Gründen gut beraten, binnenwirtschaftliche Wachstumskomponenten zu stärken. Aktuelle Prognosen für die Entwicklung des deutschen Bruttoinlandsprodukts gehen für das Jahr 2012 von einem Zuwachs in Höhe von maximal einem Prozent aus, dies bei deutlichen Abwärtsrisiken. Ferner stimmen führende Forschungsinstitute darin überein, dass der außenwirtschaftliche Wachstumsbeitrag auf absehbare Zeit gering sein wird. Deswegen wäre es wirtschaftspolitisch fahrlässig, sich auf Impulse aus dem Rest der Welt zu verlassen. Klar ist dabei auch, dass die Fiskalpolitik im gegebenen Umfeld als konjunktureller Impulsgeber, wenn auch nicht komplett ausfallen, so doch hinter der stabilisierenden Rolle zurückbleiben wird, die sie als Reaktion auf die globale Finanzkrise wahrgenommen hat.

Stabilitätsanker Lohnpolitik

Als Instrument zur Immunisierung der deutschen Volkswirtschaft gegenüber weltwirtschaftlichen Unwägbarkeiten bleibt die Lohnpolitik. Hier besteht sowohl Handlungs-spielraum als auch -bedarf: Die kaufkraftbereinigten Stundenlöhne sanken im letzten Jahrzehnt nach aktuellen Berechnungen des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung um 2,3 Prozent. Eine angemessene Lohnentwicklung hierzulande hätte den willkommenen Nebeneffekt, Deutschlands Rolle als Wachstumsmotor in Europa zu stärken. Dadurch würden die makroökonomischen Anpassungsprozesse in den derzeitigen Krisenländern unterstützt. Lohnpolitische Impulse dürfen dabei weder mit inflationären Tendenzen noch mit einer Aushöhlung der Tarifautonomie einhergehen. Grundsätzlich ist es stattdessen Aufgabe von Arbeitgebern und -nehmern, dafür zu sorgen, dass gute Arbeit auch mit fairen Löhnen entgolten wird. Einflussmöglichkeiten hat allerdings auch der Staat: Gesetzliche Mindestlöhne besitzen ebenso Signalwirkung wie die Eindämmung atypischer Beschäftigungsverhältnisse, so etwa von Leiharbeit, deren vermehrter Einsatz Abwärtsdruck auf die Lohnentwicklung ausübt.

Finanzmarktcasinos: Rien ne va plus

Weder die globale Krise der Jahre 2008/2009 noch die jüngsten innereuropäischen Turbulenzen sind ohne gravierende Fehlentwicklungen an Finanzmärkten zu erklären. Wachsende Protestbewegungen mit globaler Dimension zeigen: Für das fort-dauernde Störpotenzial des mit Steuergeldern in Billionenhöhe gestützten Finanz-sektors besteht weder Legitimation noch Verständnis. Vor diesem Hintergrund hat die Wirtschaftspolitik den dringenden Handlungsauftrag, regulative Versäumnisse der

Vergangenheit aufzuholen. Finanzmärkte im Allgemeinen und Banken im Speziellen müssen auf ihre originären Aufgaben zurückgeführt werden. Die gesellschaftliche Funktion des Finanzsektors besteht in der effizienten Allokation von Ersparnissen in Richtung volkswirtschaftlich sinnvoller Investitionsprojekte, als Schmiermittel und nicht als Sand im Getriebe der Realwirtschaft.

Eine perfekte Aufsicht und Regulierung des Finanzsektors wird dennoch auch in Zukunft nicht zu verwirklichen sein. Deswegen muss dafür gesorgt werden, dass die sozialen Kosten von Finanzmarktverwerfungen auf ihre Verursacher zurückgeführt werden. Die in Deutschland und einer Reihe anderer Volkswirtschaften eingeführten Bankenabgaben zeigen in die richtige Richtung, bieten jedoch hinsichtlich des Volumens und der Zielgenauigkeit im Sinne des Verursacherprinzips noch Raum für Verbesserungen. Unterstützung verdient ferner der jüngste Vorschlag der EU-Kommission zur europaweiten Einführung einer Finanztransaktionssteuer.

Plädoyer für Europa

Ob mit Blick auf das Finanzmarktgeschehen oder anderweitigen Regulierungsbedarf: Die aktuelle Krise unterstreicht, dass angemessene wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen in Europa nicht nur vom inhaltlichen Regelwerk, sondern darüber hinaus von der Gestaltung der institutionellen Landschaft abhängen. An dieser Stelle sind Koordinierungserfordernisse, die sich zur Wahrung des gemeinsamen Binnenmarkts und der Währungsunion ergeben, zwar grundsätzlich mit nationalstaatlichen Souveränitätsansprüchen in Einklang zu bringen.

Vor allem aber machen die Entwicklungen am aktuellen Rand eines deutlich: Die Zeit zum Zögern ist längst abgelaufen. Was mittlerweile auf dem Spiel steht, ist nicht mehr allein das wirtschaftliche Wohl der europäischen Peripherie. Zum Jahresende 2011 ist Europa im Kern bedroht. Um ein Auseinanderbrechen zu verhindern, sind mutige wirtschaftspolitische Maßnahmen gefragt und ein klares politisches Bekenntnis zum Europäischen Projekt. Konkrete Vorschläge für eine gemeinsame Wirtschaftsregierung liegen bereits vor: Warum nicht ein auf europäischer Ebene angesiedeltes Finanzministerium wie vom ehemaligen EZB-Präsidenten Jean-Claude Trichet befürwortet? Warum nicht die Schaffung eines geeinten europäischen Anleihe markts, der den Rückhalt der gesamten Union genießt? Nicht alles mag in der ganz kurzen Frist umzusetzen sein. Ein entschlossenes Plädoyer für mehr Integration würde aber ein starkes Signal aussenden, das bereits heute zur Stabilisierung der Währungsunion beitrüge. Deutschlands Zukunft liegt in Europa - jetzt gilt es, sie zu sichern.

